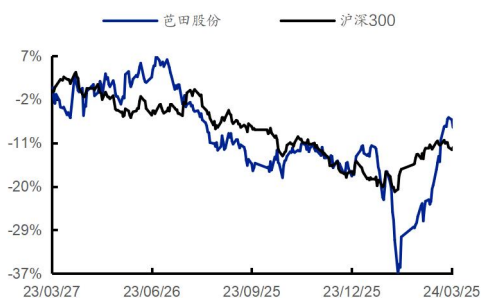


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

磷矿产能扩至 200 万吨，业绩有望高增

——芭田股份(002170)点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
芭田股份	21.0%	11.3%	-7.1%
沪深 300	2.6%	6.6%	-12.0%

市场数据

当前价格(元)	5.93
52周价格区间(元)	3.76-7.04
总市值(百万)	5,275.02
流通市值(百万)	4,203.48
总股本(万股)	88,954.86
流通股本(万股)	70,884.91
日均成交额(百万)	137.32
近一月换手(%)	2.37

相关报告

《芭田股份(002170)点评报告: Q3 业绩大幅提升, 磷矿石放量加速(买入)*农化制品*李永磊, 董伯骏》——2023-11-07

《芭田股份(002170.SZ)公司深度报告: 磷矿磷酸优势显著, 复合肥巨头再腾飞(买入)*农化制品*董伯骏, 李永磊》——2022-12-08

事件:

2024年3月25日, 芭田股份发布关于公司小高寨磷矿安全设施(重大变更)设计获批复的公告: 公司小高寨磷矿安全设施(重大变更)获得批复, 小高寨磷矿获批生产建设规模从 90 万吨/年增加至 200 万吨/年。

投资要点:

■ 2024 年磷矿石价格景气有望维持, 公司产能增至 200 万吨/年

贵州芭田于 2023 年 12 月 28 日向贵州省应急管理厅提交《非煤矿山建设项目安全设施设计审查申请》, 于 2024 年 3 月 22 日获得《省应急管理厅关于贵州芭田生态工程有限公司小高寨磷矿安全设施(重大变更)设计审查的批复》, 小高寨磷矿获批生产建设规模从 90 万吨/年增加至 200 万吨/年。公司磷矿石获批建设、开采规模的扩大, 有利于扩大和完善上下游产业, 进一步推进磷化工一体化战略, 形成从磷矿、磷精矿、高纯磷酸(盐)的磷化工新能源电池材料的产业链, 实现富矿多开采和磷资源的高效利用。

受到产能扩张进程缓慢及需求稳中有增等因素影响, 2024 年磷矿石景气度有望维持。据 wind 数据, 截至 2024 年 3 月 25 日, 磷矿石价格为 1015 元/吨, 2022 年下半年以来磷矿石价格一直处于高位震荡。供给端: 磷矿行业属于资本密集型产业, 项目建设、设备投入、安全环保等各方面需要大量的资金投入, 一般来说新建的矿山需要耗时 3-5 年进行环保建设才能投产, 且建成后需 1-2 年才能完成产能爬坡。我们预计 2023-2025 年产能复合增速仅为 3.97%, 2026 年磷矿石将迎来集中投产期, 产能预计增长 12.43%至 1.48 亿吨。需求端: 我国高度重视粮食安全, 粮食种植面积持续增长, 磷肥需求有望稳中有增。受益于新能源汽车快速发展, 磷酸铁锂电池需求旺盛, 预计磷矿石在新能源领域的需求将会持续增长。据我们预计 2023-2026 年磷矿石需求 CAGR 为 4.02%。在产能扩张进程缓慢及需求稳中有增等因素影响下, 我们预计 2024-2026 年磷矿石开工率分别为 89.9%/ 86.5%/ 80.1%, 2024 年磷矿石景气度有望维持。

■ 磷矿石开始放量，2023 年业绩大幅增长

2024 年 1 月 31 日，公司发布 2023 年度业绩预告，2023 年公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 2.40-2.60 亿元，同比增长 97.99%-114.48%，预计实现扣除非经常性损益后的净利润 2.18-2.38 亿元，同比增长 159.72%-183.54%。其中 2023Q4，公司预计实现归母净利润 0.49-0.69 亿元，同比增长 28.00%-80.47%，环比下降 30.63%-2.19%，预计实现扣除非经常性损益后的净利润 0.54-0.74 亿元，同比增长 330.64%-490.04%，环比下降 22.78%-增长 5.80%。公司 2023 年业绩大幅增长主要系磷矿石及其加工的产品销售产生毛利额较多。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑主要产品价格价差情况及磷矿石项目进展情况，我们对公司业绩进行适当调整，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.45、6.25、7.83 亿元，对应 PE 分别 21.5、8.4、6.7 倍。公司磷矿石资源优势突出，有望受益于产业链一体化发展，维持“买入”评级。

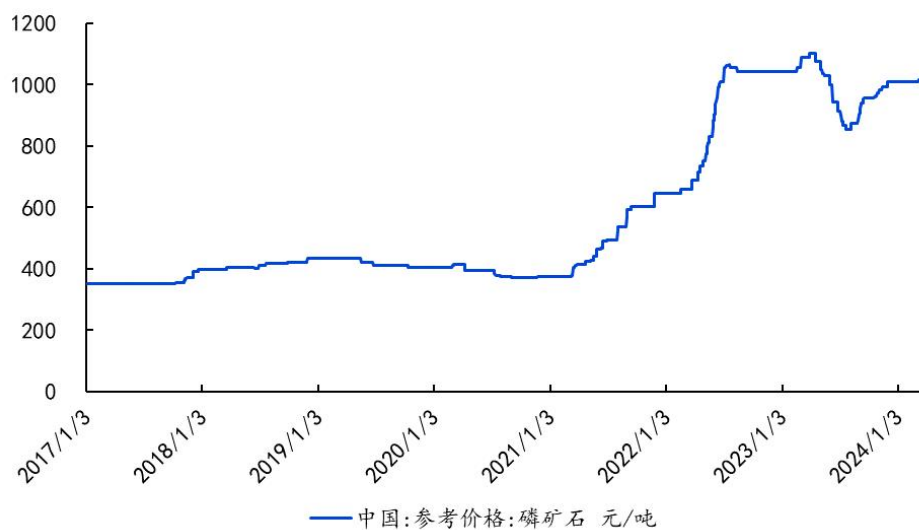
■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2855	3145	4327	4819
增长率(%)	15	10	38	11
归母净利润（百万元）	121	245	625	783
增长率(%)	50	102	155	25
摊薄每股收益（元）	0.14	0.28	0.70	0.88
ROE(%)	6	10	20	20
P/E	45.57	21.50	8.43	6.74
P/B	2.53	2.17	1.72	1.37
P/S	1.94	1.68	1.22	1.09
EV/EBITDA	22.60	13.96	6.41	4.78

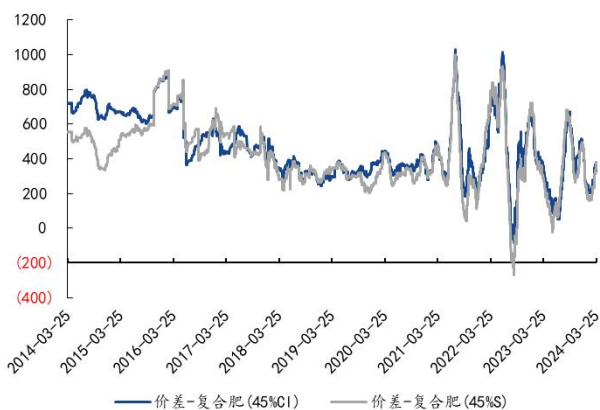
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 磷矿石价格情况



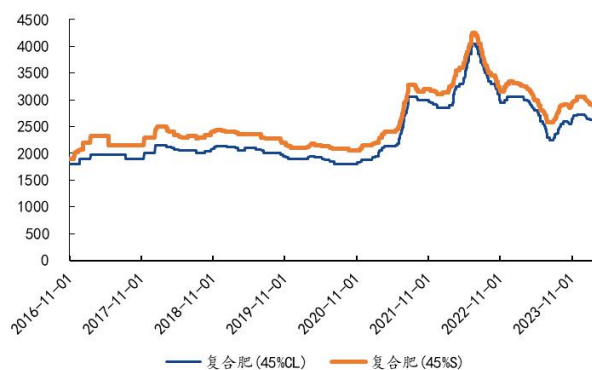
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 复合肥价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 复合肥价格情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：芭田股份盈利预测表

证券代码:	002170				股价:	5.93	投资评级:	买入	日期:	2024/03/26
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	10%	20%	20%	EPS	0.14	0.28	0.70	0.88	
毛利率	15%	20%	27%	28%	BVPS	2.46	2.74	3.44	4.32	
期间费率	9%	8%	7%	6%	估值					
销售净利率	4%	8%	14%	16%	P/E	45.57	21.50	8.43	6.74	
成长能力					P/B	2.53	2.17	1.72	1.37	
收入增长率	15%	10%	38%	11%	P/S	1.94	1.68	1.22	1.09	
利润增长率	50%	102%	155%	25%						
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产周转率	0.60	0.56	0.69	0.68	营业收入	2855	3145	4327	4819	
应收账款周转率	27.52	24.20	23.05	20.00	营业成本	2421	2527	3175	3459	
存货周转率	6.71	6.25	6.80	6.31	营业税金及附加	20	63	87	96	
偿债能力					销售费用	124	101	117	125	
资产负债率	53%	57%	51%	46%	管理费用	117	126	151	161	
流动比	0.76	0.64	0.76	0.93	财务费用	26	34	35	20	
速动比	0.46	0.38	0.44	0.55	其他费用/(-收入)	39	31	43	48	
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	107	271	736	925	
现金及现金等价物	656	700	800	1028	营业外净收支	32	37	29	32	
应收款项	140	166	243	313	利润总额	139	308	765	957	
存货净额	426	503	636	764	所得税费用	17	62	138	172	
其他流动资产	362	344	447	551	净利润	122	246	627	785	
流动资产合计	1584	1714	2126	2655	少数股东损益	0	1	2	2	
固定资产	1014	1331	1486	1634	归属于母公司净利润	121	245	625	783	
在建工程	846	1129	1153	1171	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
无形资产及其他	1156	1297	1362	1440	经营活动现金流	141	468	923	1070	
长期股权投资	122	145	158	173	净利润	121	245	625	783	
资产总计	4721	5615	6286	7074	少数股东损益	0	1	2	2	
短期借款	1089	1555	1242	900	折旧摊销	146	165	180	195	
应付款项	496	610	840	1062	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-159	48	102	90	
其他流动负债	507	527	711	880	投资活动现金流	-819	-890	-403	-416	
流动负债合计	2091	2691	2792	2842	资本支出	-819	-870	-396	-407	
长期借款及应付债券	239	287	229	184	长期投资	0	-23	-14	-15	
其他长期负债	194	194	194	194	其他	0	3	7	6	
长期负债合计	433	481	424	378	筹资活动现金流	822	466	-420	-426	
负债合计	2525	3173	3216	3219	债务融资	292	514	-370	-387	
股本	890	890	890	890	权益融资	9	0	0	0	
股东权益	2197	2443	3070	3855	其它	522	-48	-50	-38	
负债和股东权益总计	4721	5615	6286	7074	现金净增加额	144	44	100	228	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。